



GESTION DU RESULTAT ET INTRODUCTION EN BOURSE: CAS DES ENTREPRISES TUNISIENNES

Mohamed Chabchoub, Mansour Mrabet

► To cite this version:

Mohamed Chabchoub, Mansour Mrabet. GESTION DU RESULTAT ET INTRODUCTION EN BOURSE: CAS DES ENTREPRISES TUNISIENNES. "COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT", May 2007, France. pp.CD-Rom. halshs-00544954

HAL Id: halshs-00544954

<https://shs.hal.science/halshs-00544954>

Submitted on 4 Apr 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

GESTION DU RESULTAT ET INTRODUCTION EN BOURSE : CAS DES ENTREPRISES TUNISIENNES

Mohamed CHABCHOUB

Doctorant à l'université de Sfax-Tunisie

Unité de recherche en économie appliquée (UREA)

Téléphone: +216 20220871

Email: mohamedchabchoub@yahoo.fr

Mohamed.Chabchoub@escs.rnu.tn

Mansour MRABET

Docteur en Management

Maître assistant à l'Ecole Supérieure de Commerce de Sfax (ESCS)

Unité de recherche : Gouvernance (ESCS)

Téléphone: +216 98415461

Email: mansour.mrabet@yahoo.fr

Mansour.Mrabet@escs.rnu.tn

Résumé	Abstract
Ce papier étudie la gestion du résultat dans les entreprises tunisiennes non financières lors de leur introduction en bourse durant la période 1998-2003 en utilisant plus qu'un modèle d'estimation des accruals discrétionnaires. Nos résultats ne révèlent en moyenne, aucune gestion du résultat économiquement significative. Une analyse additionnelle, après l'exclusion des entreprises publiques, montre que les entreprises privées gèrent leur résultats à la hausse une année avant l'introduction et, conformément à Teoh et al (1998), ils continuent à le faire après l'introduction pour camoufler l'effet réversible d'une gestion antérieure et atteindre les objectifs optimistes assignés avant l'offre. L'étude met l'accent, aussi, sur l'effet réversible des accruals discrétionnaires et montre que les entreprises ne peuvent pas emprunter indéfiniment des gains futurs pour augmenter leurs gains actuels.	<i>This paper examines earnings management around Tunisian IPOs in the period 1998-2003 using two economic models to detect discretionary accounting accruals. Our results do not reveal any earnings management economically significant, on average, around this event. An additional analysis, after the exclusion of the public companies, shows that the private companies engage in earnings management one year before the initial offer and, in accordance with Teoh et al. (1998), they continue to do so after the IPO in an attempt to mitigate the negative effect of the reversal of accruals on reported net income and to meet the optimistic earnings projections made before the offer.</i>
Mots clés : Gestion du résultat ; Introduction en bourse ; accruals discrétionnaires.	Keywords: Earnings management; Initial public offering; discretionary accruals

INTRODUCTION :

L'information comptable et financière revêt de plus en plus d'intérêt partout dans le monde. Notamment, durant ces dernières décennies où l'on enregistre de nombreuses faillites de grandes sociétés internationales ainsi que l'implication des cabinets d'audit de fortes renommées dans ces affaires. Une crise de confiance dans la crédibilité des informations financières mises à la disposition des investisseurs a ainsi contribué à une certaine instabilité des marchés financiers, particulièrement celui tunisien. En fait, l'information comptable n'est que le produit de tout un long processus de traitement dont la responsabilité incombe aux dirigeants des entreprises. Afin que l'information comptable arrive à refléter une image fidèle des opérations réalisées par les entreprises, le normalisateur a offert une marge de manœuvre à ses préparateurs, les incitant ainsi à prémunir le fond sur la forme. Toutefois, les dirigeants peuvent profiter de l'asymétrie d'information en leur faveur pour utiliser cette marge discrétionnaire en vue de manipuler les états financiers produits, et d'influencer par conséquent la perception de leurs entités, afin de réaliser des gains personnels ou pour le compte des entreprises qu'ils gèrent. A cet effet, la littérature antérieure reconnaît l'émission initiale de titres par les entreprises comme un cadre particulier motivant les gestionnaires à gérer leurs résultats (Dechow et Skinner, 2000).

En Tunisie, le marché boursier caractérisé par sa jeunesse, sa petite taille et son potentiel de développement n'a pas encore fait l'objet de nombreuses investigations de recherche afin de comprendre le comportement des ses différents acteurs. Particulièrement, les recherches antérieures réalisées auprès des entreprises nouvellement introduites sur la Bourse de Valeurs Mobilière de Tunis (BVMT) ne se sont pas intéressées, à notre connaissance, au comportement de gestion du résultat lors des émissions initiales.

Le présent thème d'étude a fait l'objet de plusieurs recherches partout dans le monde notamment aux Etats Unies (Aharony et al ; 1993, Rangan ; 1998, Teoh et al ; 1998, Teoh et Wong ; 2002), au Canada (Mangan et cormier ; 1997, Potbriand et Breton ; 1999, Carpentier et Suret ; 2004), aux Pays Bas (Roosenboom et al ; 2003), etc. Par ailleurs, la plupart de ces recherches tentant à déterminer l'ampleur et la période de gestion du résultat lors des émissions initiales ont montré des résultats divergents. En effet, l'étude de Carpentier et Suret (2004) n'a pas identifié une gestion du résultat lors de l'introduction des entreprises canadiennes. De leur part, Aharony et al (1993) montre une faible gestion du résultat auprès des entreprises américaines une année avant l'introduction en bourse. De leur coté, Teoh et al (1998) et Roosenboom et al (2003) montrent que, respectivement, les entreprises américaines et hollandaises gèrent significativement leurs résultats l'année de l'émission initiale.

Dans ce cadre particulier d'analyse, l'objectif de cette recherche est de *déterminer l'impact de l'introduction en bourse sur la gestion du résultat. Plus précisément, nous tentons d'étudier l'ampleur et le sens de la gestion du résultat dans le contexte d'introduction en bourse ainsi que la période durant laquelle cette pratique est exercée.*

L'étude de l'impact de l'introduction en bourse des entreprises tunisiennes sur la gestion du résultat s'avère utile sur deux plans : le plan théorique et le plan pratique.

Sur le plan théorique, le thème étudié devrait permettre une validation de la théorie des signaux sur le marché tunisien. En effet, l'événement d'introduction en bourse constitue un moment où l'asymétrie informationnelle entre l'entreprise et le marché atteint son maximum. Ainsi les dirigeants peuvent en profiter, en manipulant leurs états financiers, pour signaler une meilleure performance de leurs entreprises. En outre, la présente recherche permet d'étudier le comportement des émetteurs tunisiens en matière de gestion du résultat lors de leur

introduction en bourse et de le situer par rapport aux autres émetteurs sur les différents marchés internationaux.

Sur le plan pratique, l'étude de la gestion du résultat dans le contexte de l'introduction en bourse permet aux professionnels comptables, aux analystes financiers ainsi qu'aux investisseurs de mieux s'apercevoir du comportement des entreprises tunisiennes et de leur pratique de gestion du résultat. En plus, elle permet au législateur tunisien de mieux orienter les réformes pour un meilleur fonctionnement du marché financier.

La suite de cet article se présente de la manière suivante. La présentation de notre cadre théorique et des travaux antérieurs sur la gestion du résultat permet d'émettre des hypothèses (§ 1). Après avoir présenté les aspects méthodologiques de l'étude (§ 2), nous exposons les caractéristiques de l'échantillon ainsi que les modalités et les conditions de collecte des données (§ 3) puis nous présentons et discutons les résultats empiriques (§ 4), avant d'évoquer les limites de cette recherche et de conclure.

1 : CADRE CONCEPTUEL ET HYPOTHESES DE RECHERCHE :

1.1- Cadre conceptuel de la recherche

La théorie des signaux repose sur la réalité que les divers intervenants reliés à une entreprise possèdent une information imparfaite et asymétrique (Tremblay et al.1994).

En effet, les gestionnaires jouissant d'une position informationnelle favorable vont chercher à émettre un signal, aux investisseurs externes ainsi qu'aux autres intervenants sur le marché, concernant les caractéristiques véritables de l'entité qu'ils gèrent. Ainsi, par le biais d'une émission d'un signal, les gestionnaires des entreprises présentant des performances actuelles ou potentielles élevées arrivent à faire distinguer leurs entités par rapport aux autres déjà existantes. Toutefois, le signal émis devrait être crédible fiable et coûteux pour l'entreprise de telle sorte que l'émission d'un faux signal soit pénalisé par le marché.

Par ailleurs, différentes recherches empiriques se sont fondées sur la théorie des signaux. Ainsi, Hughes et Schwartz (1988)¹, signalent qu'une firme peut choisir d'évaluer le coût de ces stocks selon la méthode d'épuisement successif (FIFO), malgré son coût fiscal plus élevé, dans l'espoir que le marché percevra ce geste comme une indication de sa solidité financière. D'autre part, Leland et Pyle (1977) et Clarkson et al (1992) affirment que le pourcentage de la propriété conservée par le propriétaire à la suite de l'émission de titres boursiers affecte positivement la valeur de l'entreprise faisant un premier appel public à l'épargne. De ce fait, il apparaît que la conservation de propriété est un signal positif pour les investisseurs.

Kim et Ritter (1999) soulignent l'existence d'une relation positive entre les chiffres contenus dans les états financiers publiés et le prix de l'offre lors de l'introduction en bourse des entreprises américaines. Ceci prouve que les informations financières publiées véhiculent un signal sur la rentabilité potentielle des entreprises nouvellement introduites en bourse. Néanmoins, Roosenboom et al (2003) attirent l'attention sur le fait que ces données comptables (actif, revenu, dépenses, ...) sont sujettes de choix discrétionnaires dans la limite des principes comptables généralement admis. A ce sujet, les gestionnaires des entreprises nouvellement introduites en bourse sont motivés à gérer, entre autre, leurs résultats en vue de faire circuler sur le marché un signal sur une capacité à générer des flux futurs importants.

C'est dans ce cadre que s'inscrit notre recherche, en tentant d'évaluer l'ampleur et le sens d'une éventuelle gestion du résultat par les entreprises tunisiennes à l'occasion de leurs introductions en bourse.

¹ Cité par Tremblay et al (1994).

1.2- Gestion du résultat et introduction en bourse : hypothèses de recherche

L'introduction en bourse constitue un épisode de la vie de l'entreprise où l'utilisation de la gestion du résultat est particulièrement tentante. Dechow et Skinner (2000) avancent que « les offres publiques d'actions donnent une motivation directe à gérer les résultats. Dans la mesure où les dirigeants peuvent ajuster à la hausse les résultats publiés sans pour autant être détectés, ils peuvent améliorer les termes de cession des actions de leurs firmes au public ce qui leur permet de réaliser des gains directs pour leur propre compte ainsi que pour le compte de leurs entreprises ». En effet, l'utilisation des états financiers dans le processus d'évaluation des prix des actions sur le marché, combinée avec la discrétion managériale, offre aux dirigeants, à la fois, la motivation et la possibilité à gérer les résultats de leurs entreprises pendant les périodes des émissions initiales (Roosenboom et al;2003).

Divers travaux de recherche spécifiques au contexte américain ont montré que les entreprises qui procèdent à des émissions initiales manipulent effectivement leurs états financiers. Les études de Friedland (1994), Rangan (1998), Teoh et al (1998) ainsi que Teoh et Wong (2002) montrent que les entreprises utilisent généralement les accruals pour améliorer leurs états financiers pendant les périodes des émissions. Chaney et Lewis (1998) montrent que les dirigeants lissent les bénéfices avant les émissions pour réduire la volatilité des résultats de leurs entreprises et le risque perçu.

Ce sujet a attiré l'attention de plusieurs chercheurs et a fait l'objet de plusieurs études dans d'autres pays comme Magnan et Comier (1997) et Pontbriand et Breton (1999) au Canada, Roosenboom et al (2003) aux Pays bas, etc. La majorité des résultats corroborent ceux trouvés aux Etats Unies et montrent l'existence de ce phénomène dans la plupart des pays étudiés mais avec des intensités différentes.

L'étude de ce phénomène nous semble particulièrement importante en Tunisie pour plusieurs raisons. D'abord, Leutz et al (2003), lors d'une étude portant sur la gestion du résultat et l'environnement institutionnel dans 31 pays, montrent que les pays à actionnariat diffus avec une grande protection des investisseurs et un marché boursier développé présentent moins de gestion du résultat que les pays à actionnariat concentrée avec une faible protection des investisseurs et un marché boursier peu développé. Ces résultats laissent penser que le phénomène de gestion du résultat est bien répandu en Tunisie où l'actionnariat est concentrée, le niveau de protection des investisseurs est relativement moyen² et le marché boursier est peu développé malgré les efforts visant à le promouvoir.

Ensuite, Ball, Kothari et Robin (2000) montrent que l'impact des principes comptables sur l'évaluation des actifs et des passifs et la reconnaissance des charges et des revenus diffèrent largement à travers les pays. Le système comptable tunisien est inspiré du système comptable international. Ce dernier laisse une grande marge discrétionnaire aux dirigeants dans l'établissement des états financiers de leurs entreprises ce qui leur offre la possibilité et les moyens pour gérer les résultats.

Par ailleurs, les études américaines montrent que certaines catégories d'entreprises sont plus susceptibles que d'autres de manipuler leurs états financiers lors des émissions initiales : il s'agit des entreprises de petites tailles, lourdement endettées et qui font appel à des vérificateurs et courtiers de renommée moindres (Aharony et al, 1993). Les deux premières conditions décrivent particulièrement bien certaines émissions tunisiennes, dont une partie importante est composée d'opérations qui ne seraient même pas répertoriées aux Etats Unies. Enfin, les manipulations des données comptables semblent être directement liées à la sous performance ultérieure des nouvelles émissions (Teoh et al ; 1998). Lors d'une étude sur les

² Le système législatif Tunisien est inspiré du système français. Leutz, Nanda et Wysocki (2003) classent les systèmes législatifs selon leurs degrés de protection des investisseurs et leur attribuent des indices croissants allant de 1 à 5. Ils ont attribué au système Français ainsi qu'aux autres systèmes inspirés de ce dernier l'indice 2.

offres publiques initiales des entreprises tunisiennes entre 1995 et 2002, Cherrak et al (2004) montrent que les entreprises tunisiennes nouvellement introduites en bourse sous performant significativement le marché sur une période de 3 ans à compter de leurs dates d'introduction. Toutefois, il est à signaler que cette étude inclut le secteur financier non pris en compte dans la présente recherche.

Ceci laisse à penser que le phénomène de la gestion des résultats est présent en Tunisie et peut prendre une ampleur considérable au cours de la période d'introduction en bourse du fait de l'importance des motivations et des pressions exercées par les actionnaires initiaux sur les responsables à l'élaboration des états financiers.

Afin de formuler nos hypothèses de recherche, nous exposons les motivations à la gestion des résultats, d'abord, au cours de la période qui précède l'introduction, ensuite, pendant l'année d'introduction.

1.2.1- Motivations à la gestion du résultat avant l'introduction en bourse

A la différence des entreprises déjà existantes sur le marché boursier, les entreprises nouvellement introduites sont mal connues par les investisseurs et les analystes financiers.

D'un autre côté les dirigeants de ces entreprises détiennent des informations privées sur les cash-flows futurs, les opportunités d'investissement et leurs propres compétences managériales. Pour réduire cette asymétrie d'information, les entreprises qui veulent s'introduire en bourse sont invitées à publier un prospectus contenant les états financiers audités des exercices précédant l'année d'introduction (généralement 3 années comme le cas de la Tunisie). Etant donné qu'il n'existe pas de prix de marché préalable pour les actions de ces entreprises, les investisseurs potentiels les évaluent en se basant sur ces états financiers et certaines autres informations contenues dans le prospectus. De ce fait, les dirigeants peuvent avoir recours à effectuer des ajustements à la hausse des bénéfices avant l'introduction pour que les prix des actions atteignent des valeurs maximales et augmenter ainsi le prix de l'offre (Roosenboom et al, 2003).

Teoh et al (1998) soutiennent que : « si on considère que les investisseurs sont incapables de bien comprendre l'étendu de la gestion du résultat dans laquelle les entreprises nouvellement introduites peuvent s'engager que ce soit dans le passé ou dans le futur, des résultats importants publiés se traduisent directement par un prix d'émission des actions plus élevé ».

HI : Les accruals discrétionnaires s'accroissent une année avant l'introduction en bourse.

1.2.2- Motivations à la gestion du résultat pendant l'année d'introduction en bourse

Les dirigeants peuvent être aussi motivés à gérer les résultats juste après l'introduction en bourse et ceci pour deux principales raisons :

La première est de soutenir le cours boursier des actions après l'introduction et de le maintenir à une valeur élevée (Teoh et al, 1998 ; Roosenboom et al, 2003 ; Darrough et Rangan, 2005). En effet, les actionnaires initiaux peuvent postuler de vendre une partie ou toute leur participation dans la société. Comme le désengagement de la propriété de l'entreprise lors de l'introduction constitue un mauvais signal³ (Barry et al, 1990 ; Carpentier et Suret, 2003 ;

³ L'examen des prospectus d'introduction et certains avis d'offres publiques initiales montre que les dirigeants se méfient de l'effet d'un éventuel mauvais signal qui peut résulter de la vente d'une part significative de leur participation dans la société. Certains d'entre eux s'engagent, alors, à placer le produit de l'offre dans le compte courant actionnaire de la société. Par exemple, la société BATAM, dont l'offre publique initiale porte sur 30% de son capital, annonce dans son prospectus que les actionnaires d'origine ont décidé de réinjecter 80% du produit de la cession dans la société. La société SOMOCER, même si l'offre publique initiale ne porte que sur 12% de son capital, annonce dans son avis d'offre publique initiale que les cédants

Fan, 2003 ; Darrough et Rangan, 2005), les propriétaires se limitent à la cession d'une faible part de leur participation au moment de l'introduction et liquident le reliquat sur le marché secondaire durant la période qui suit l'introduction en bourse ou à la fin de la « lock-up period »⁴. Ainsi, une gestion du résultat à la hausse augmente les bénéfices publiés ce qui a pour effet de signaler une meilleure performance de l'entreprise et maintenir, par conséquence, le cours des actions à un niveau élevé pour permettre aux investisseurs initiaux de réaliser des plus values importantes sur leurs cessions.

La seconde raison est que les dirigeants sont sous une pression considérable pour atteindre les prévisions effectuées à la période d'introduction en bourse (Teoh et al ; 1998 et Roosenboom et al ; 2003). En effet, lors de la campagne publicitaire pour la souscription ou la vente des actions objet de l'offre publique, des projections et des espérances de gains⁵ sont effectuées par les dirigeants de la société et les analystes affiliés aux banques et aux sociétés d'investissement actionnaires de l'entreprise (Teoh et al, 1998). De l'autre coté, la société émettrice est sous la pression d'atteindre ces projections pour sauvegarder sa réputation, maintenir le capital des investisseurs (y compris les sociétés d'investissement) et éviter les poursuites légales et les sanctions des investisseurs mécontents à cause de la faiblesse des gains après l'introduction.

Lors d'une étude portant sur 1647 introductions au marché américain, Teoh et al (1998) montrent que plus que 50% des entreprises étudiées affichent, pendant l'année d'introduction⁶, des accruals discrétionnaires dépassant 4% du total de leur actif dont 412 d'entre elles présentent des accruals discrétionnaires qui dépassent 18.5% du total actif. Cette dernière catégorie d'entreprises a été qualifiée par Teoh et al comme 'gérant leurs résultats d'une façon agressive'. D'autre part, les résultats obtenus par Roosenboom et al (2003) sur le marché d'Amsterdam supportent ceux de Teoh et al (1998) aux Etats Unis. Ils montrent que la moyenne des accruals discrétionnaires des entreprises introduites sur le marché pendant la période s'étalant entre 1984 et 1994 passe de 0.2% une année avant l'introduction à 6.5% du total de l'actif l'année de l'introduction. D'un autre coté, Darrough et Rangan (2005) soutiennent que les actionnaires dirigeants ; y compris les sociétés d'investissement ; gèrent les résultats de leurs firmes pendant l'année d'introduction et montrent qu'il y a une association positive entre les accruals discrétionnaires et les cessions des parts des actionnaires dirigeants. Enfin, Morsfield et Tan (2006) signalent l'existence de tels comportements. Toutefois, ils prouvent que le niveau de gestion du résultat est significativement moins important en présence des sociétés d'investissement à capital risque dans l'actionnariat des entreprises nouvellement introduites, du fait que les spécialistes en capital risque accordent plus d'importance à leur réputation qu'au surplus de gain à court terme généré par une gestion excessive du résultat.

H2 : Les accruals discrétionnaires s'accroissent pendant l'année d'introduction en bourse.

se sont engagés à placer 1,8 Millions de dinars à prélever sur le produit de cession dans un compte courant associé non rémunéré et ce jusqu'à son utilisation dans une future augmentation de capital. Ainsi SOMOCER signale, à la fois, la motivation des actionnaires à conserver la propriété de l'entreprise et les opportunités d'investissement qui lui se présentent.

⁴ Les investisseurs initiaux s'engagent à ne pas vendre leur actions durant une période qui peut aller de 6 mois à une ou deux années à partir de la date de l'émission initiales. Cette pratique observée dans plusieurs pays (ex : elle est de 180 jours à l'USA, une année dans la hollande...etc.), n'est pas prévue par le code de société commerciale en Tunisie. Néanmoins, certains actionnaires initiaux effectuent cet engagement pour signaler leur intention de conserver la propriété de l'entreprise (par exemple, lors de l'introduction de la société SOMOCER en 2002, le groupe Abdennadher, propriétaire de 80% du capital de la société, s'est engagé à ne pas vendre plus de 5% du capital dans le public pendant 2 ans à compter de la date d'introduction en Bourse).

⁵ Sont effectuées verbalement au niveau des émissions initiales américaines. Les prospectus des « US-IPOs » n'incluent pas les espérances de gains futurs pour éviter les répercussions légales possibles. Par contre en Tunisie, la majorité des prospectus contiennent ces prévisions. Ceci peut être dû au fait que les entreprises américaines sont conscientes que les actionnaires ont la possibilité de les poursuivre légalement en cas d'une non-conformité des prévisions contenues dans leur prospectus aux réalisations.

⁶ L'étude porte sur les états financiers de l'année d'introduction qui sont publiées l'année qui suit celle de l'introduction.

2 CHOIX DU MODELE ET DE L'APPROCHE D'ANALYSE DES ACCRUALS

2.1- Choix de l'approche de régression

L'examen des travaux antérieurs nous a permis de constater que la qualité des modèles d'estimation des accruals normaux dépend en grande partie du choix de l'approche de régression. Ce choix doit, aussi, tenir compte de la nature de l'étude et des données disponibles. Pour cela, nous résumons les avantages et les limites de chaque approche dans le tableau 2.1 suivant :

Tableau 2.1- Synthèse des avantages et limites des approches d'estimation des accruals⁷

Approche de régression	Avantages	Limites
Approche longitudinale (Time series)	- Permet d'identifier le changement du comportement comptable de la firme au cours de la période d'observation.	- Exige des données étalées sur une longue période (environ 15 ans) ; - Existence du biais du survivant ; - Hypothèse de constance des coefficients de régression sur une longue période.
Approche en coupe transversale (cross sectional)	- Permet de réduire les exigences en matière de données temporelles ; - permet d'identifier un comportement comptable différent d'une firme par rapport à d'autres firmes comparables.	- Exige un nombre important de données – entreprises ; - Existence d'un problème de cohérence du regroupement sectoriel.
Approche pooled (pooled regression)	- Permet de réduire les exigences en matière de données temporelles ; - permet d'identifier un comportement comptable différent d'une firme par rapport à d'autres firmes comparables ; - Permet d'amplifier le nombre des observations entreprises – années.	- Existence d'un problème de cohérence du regroupement sectoriel ; - Possibilité d'une modification des paramètres structurels en cours de période.

En nous référant aux avantages et limites des différentes approches présentés ci-dessus, nous sommes amenés à retenir uniquement, pour la validation empiriques de nos hypothèses de recherche, une régression 'poolée' afin d'estimer les paramètres des modèles et ce pour plusieurs raisons. D'abord, en réduisant les exigences en matière de données temporelles et en amplifiant le nombre des observations entreprises – années, l'approche pooled nous permet de maximiser la taille de notre échantillon. Ensuite, les limites que présente l'approche longitudinale nous amène à l'écarter dans le cadre spécifique de notre étude d'autant plus qu'il nous est très difficile de se procurer des données sur une assez longue période (15 ans). Enfin, les études antérieures ont montré que l'utilisation de l'approche transversale et pooled a augmenté la qualité d'estimation des accruals discrétionnaires par les modèles économiques.

2.2- Choix du modèle d'analyse des accruals

Suite à une revue des principaux modèles d'estimation des accruals discrétionnaires, nous pouvons affirmer que les modèles économiques ont prouvé leur supériorité sur les modèles simples au niveau de la séparation des accruals normaux et discrétionnaires. Toutefois, la qualité de ces modèles dépend de la nature de la gestion du résultat pratiquée par les

⁷ Jeanjean (2002)

entreprises ainsi que la nature des biais qui peuvent entacher l'estimation (Jeanjean, 2002). Face à l'incertitude liée à ces deux phénomènes, nous pensons qu'il serait plus adéquat, comme le suggère Peasnell et al (2000) et Jeanjean (2002), d'utiliser plus qu'un modèle pour l'estimation des accruals discrétionnaires.

Nous proposons, en premier temps, de retenir l'un des deux modèles les plus utilisés par les travaux étudiant la gestion du résultat à savoir le modèle de Jones (1991) et sa version modifié (1995)⁸. Même si nous travaillons dans un contexte où nous soupçonnons l'existence de la gestion du résultat, nous adoptons dans le cadre spécifique de notre étude le modèle de Jones (1991) et ceci pour plusieurs raisons :

- la variation des ventes à crédit ne résulte pas toute de la gestion du résultat. En effet, une bonne partie des entreprises tunisiennes nouvellement introduites en bourse sont en pleine croissance et présentent une variation relativement importante des comptes clients qui est due à une croissance normale du chiffre d'affaires.
- Shivakumar (1996) et Jeter et Shivakumar (1999) signalent que la modification apportée au modèle de Jones suppose que la variation des ventes à crédit se fait dans le même sens que la gestion du bénéfice. Dans le cas contraire, la correction n'est pas appropriée.
- La variation des comptes clients de certaines entreprises tunisiennes peut être due à une variation des conditions de paiement qui ne relève pas d'une intention de gérer les résultats mais plutôt d'une variation des conditions économiques et de la nature du portefeuille client notamment pour les entreprises qui réalisent un chiffre d'affaire important avec l'état et les établissements publics ainsi que ceux qui réalisent des opérations ponctuelles d'exportation.

L'estimation des accruals discrétionnaires par le modèle de Jones suivant l'approche pooled s'effectue au moyen du modèle suivant :

$$TA_{ijt} = \alpha_j + \beta_{1j} [VCA_{ijt}] + \beta_{2j} [IMMO_{ijt}] + \varepsilon_{ijt}$$

TA_{ijt} : total des accruals de l'entreprise i.

VCA_{ijt} : variation du chiffre d'affaires provenant de l'exploitation de l'entreprise i du secteur j de la période t standardisée par le total actif du début de la période t.

$IMMO_{ijt}$: valeur brute des immobilisations corporelles de l'entreprise i du secteur j de la période t standardisée par le total actif du début de l'année t.

' $\alpha_j + \beta_{1j} [VCA_{ijt}] + \beta_{2j} [IMMO_{ijt}]$ ' représentent les accruals normaux de l'entreprise i du secteur j de la période t standardisée par le total actif du début de la période t.

ε_{ijt} : le résidu qui représente le montant des accruals discrétionnaires de l'entreprise i du secteur j de la période t.

En examinant les travaux de Dechow (1994), Ress et al (1996), Shivakumar (1996) et kunimura et al (1999) nous avons constaté que l'extension du modèle de Jones par incorporation des flux de trésorerie d'exploitation a entraîné une augmentation de sa performance en ce qui concerne la détection des accruals discrétionnaires surtout lorsqu'il est appliqué sur des entreprises présentant des performances financières extrêmes.

Nous retenons, donc, en deuxième temps le modèle de Jones avec flux de trésorerie qui s'écrit de la façon suivante :

⁸ Une hypothèse implicite du modèle de Jones est que la variation du chiffre d'affaires n'est pas discrétionnaire (Dechow, Sloan et Sweeney, 1995). Or, un dirigeant désireux de gonfler son bénéfice peut, par exemple, accélérer la livraison des ventes ou offrir des conditions de paiement plus généreuses à ses clients afin d'augmenter les produits d'exploitation et par conséquent les bénéfices. Dans ce cas, le modèle déplace une partie de la gestion du bénéfice des accruals discrétionnaires vers les accruals normaux et les résultats se trouvent ainsi biaisés en faveur de l'hypothèse nulle de l'absence de gestion du bénéfice (Marrakchi, 2000). Une telle limite a été reconnue par Jones elle-même.

Cette limite a conduit Dechow, Sloan et Sweeney (1995) à la formulation d'une version amendée de ce modèle où la variation du chiffre d'affaires est ajustée de la variation des créances clients. Seule l'augmentation des ventes n'ayant pas de contrepartie immédiate dans les créances clients est explicative des accruals non discrétionnaires. L'effet d'une éventuelle manipulation des délais de paiement pour accroître les ventes (et donc le résultat) est ainsi neutralisé.

$$TA_{ijt} = \alpha_j + \beta_{1j} [VCA_{ijt}] + \beta_{2j} [IMMO_{ijt}] + \beta_{3j} [CFO_{ijt}] + \varepsilon_{ijt}$$

CFO_{ijt} : cash-flows d'exploitation de l'entreprise i du secteur j de la période t standardisée par le total actif du début de la période t.

Enfin, face à notre incertitude sur la nature de la gestion du résultat pratiquée par les entreprises étudiées, nous utilisons le modèle de la marge pour mieux détecter une éventuelle gestion par les charges. Nous rappelons que le modèle de Jones et de Jones flux de trésorerie détectent mieux la gestion du résultat par les produits alors que le modèle de la marge est plus performant quant à la détection de la gestion par les charges notamment dans le cas d'entreprises présentant des performances financières extrêmes.

Etant donné que notre objectif est d'étudier la totalité de la gestion comptable du résultat et ne se limite pas à celle relative à la variation du besoin en fond de roulement, nous introduisons au modèle de la marge la variable immobilisation corporelle afin de contrôler les ajustements comptables relatives à la dépréciation de l'actif immobilisé.

Le modèle s'écrit, donc, de la façon suivante :

$$TA_{ijt} = \alpha_j + \beta_{1j} [CA_{ijt}] + \beta_{2j} [IMMO_{ijt}] + \beta_{3j} [CACash_{ijt}] + \varepsilon_{ijt}$$

CA_{ijt} : vente totale de l'entreprise i du secteur j de la période t standardisée par le total actif du début de la période t.

$CACash_{ijt}$: vente totale diminuée de la variation des comptes clients de l'entreprise i du secteur j de la période t standardisée par le total actif du début de la période t.

Afin d'estimer les coefficients relatifs aux trois modèles, nous utilisons la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO).

Conformément aux travaux antérieurs, nous attendons à ce que :

- Le coefficient de la variable VCA soit positif et ceux des variables IMMO et CFO soient négatifs au niveau des modèles de Jones et de Jones flux de trésorerie.
- Le coefficient de la variable CA soit positif alors que celui de la variable CACash soit négatif au niveau du modèle de la marge.

3-ECHANTILLONNAGE ET COLLECTE DE DONNEES

Dans ce qui suit, nous présentons dans un premier temps la procédure de sélection de l'échantillon d'étude, suivie de la méthode de la cueillette de nos données. Nous exposons enfin quelques caractéristiques de notre échantillon.

3.1- Procédure de sélection de l'échantillon

Dans le cadre de cette étude, nous nous intéressons exclusivement à des sociétés anonymes tunisiennes ayant été introduites en bourse durant la période s'étalant entre 1998 et 2003. Le choix de la période d'étude est justifié prioritairement par l'apparition du nouveau système comptable des entreprises tunisiennes appliqué d'une façon obligatoire à partir de l'exercice comptable 1997⁹.

Outre, la méthode de détection de la gestion du résultat, dans un contexte d'introduction en bourse, acquière l'analyse des états financiers postérieurs et antérieurs à l'introduction. Le principe de comparabilité¹⁰ entre les exercices comptables oblige les entreprises à retraiter

⁹ Loi n°96-112 du 30 décembre 1996 s'appliquant pour la tenue des comptes relatifs aux exercices comptables ouverts à partir du premier janvier 1997 (selon les dispositions de l'article 27 de la présente loi).

¹⁰ L'information doit permettre à l'utilisateur de faire des comparaisons dans le temps, pour déterminer les tendances de la situation financière et des performances de l'entreprise. Les utilisateurs doivent être également en mesure de comparer les

leurs états financiers relatifs aux années 1995 et 1996 conformément à la nouvelle réglementation comptable en vigueur. Ceci justifie l'inclusion des entreprises introduites pendant l'exercice 1998 dans notre échantillon d'étude. Le tableau 2.2 qui suit recense les entreprises tunisiennes introduites en bourse durant la période d'étude considérée et l'année de leur introduction.

Tableau 3.1 : Répartition des entreprises par année d'émission sur la période (1998-02)

<i>Année</i>	<i>Entreprise</i>	<i>Date d'introduction</i>	<i>Total</i>
1998	Amen Lease	01/04	4
	El MAZRAA	09/06	
	SOTETEL	15/06	
	TUNINVEST	14/09	
1999	SOTUVER	28/01	6
	SOTUMAG	27/04	
	BATAM	13/07	
	GL	27/07	
	SIAME	03/08	
	MG	01/11	
2001	SOTRAPIL	22/01	4
	ELECTROSTAR	22/01	
	SIPHAT	02/05	
	STEQ	Juin	
2002	STIP	04/01	1
2003	SOMOCER	Janvier	1
Total des entreprises introduites			16

Par ailleurs, il est à indiquer que nous avons exclus de notre échantillon tous les établissements financiers (les banques, les compagnies d'assurances, les sociétés d'investissement et de placement des valeurs mobilières) et les sociétés immobilières compte tenu de la spécificité des règles relatives à la préparation et à la présentation de leurs états financiers¹¹. Outre, nous avons dû éliminer encore une entreprise appartenant au secteur commercial (BATAM) à cause des données manquantes. Ceci nous a amené à réduire la taille de notre échantillon de 16 à 12 entreprises (suite à l'élimination de Amen Lease, TUNINVEST, GL et BATAM). Le tableau 2.3 répartit ces entreprises en fonction de leur secteur d'activité.

Tableau 3.2 : Répartition des entreprises de l'échantillon d'étude selon le secteur d'activité

<i>Secteur d'activité</i>	<i>Nombre d'entreprises</i>
Industriel	7
Commercial	3
Service	2
Total	12

Compte tenu du nombre limité des entreprises appartenant à un même secteur d'activité et pour besoin d'estimation des paramètres nécessaires au calcul des ajustements comptables discrétionnaires, nous avons considéré pour une période d'estimation allant de 1998 jusqu'à 2004 toutes les entreprises tunisiennes cotées non financières. Nous avons exclu ensuite les entreprises disparues de la BVMT pendant cette période d'estimation. Le tableau ci-dessous présente le détail de ces entreprises.

informations financières issues d'entreprises semblables pour évaluer de façon relative, les situations financières, les performances et leurs évolutions.

¹¹ Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), les établissements bancaires, les entreprises immobilières et les assurances sont régis respectivement par les normes comptables sectorielles n°16-18, n°20-25 et n° 28-31.

Tableau 3.3 : Répartition de l'échantillon d'estimation des 'accruals' selon le secteur d'activité

	<i>Nombre d'entreprises</i>			<i>Total</i>
	<i>Industrielles</i>	<i>Commerciales</i>	<i>De services</i>	
Entreprises incluses dans l'échantillon d'étude	7	3	2	12
Entreprises cotées ajoutées	8	2	2	12
Exclusion pour disparition de la cote	4	1	0	5
Total des entreprises	11	4	4	19

3.2- Collecte des données

Pour la collecte de nos données, nous avons dû déployer beaucoup d'efforts afin d'accéder à toutes les informations requises. En effet, une consultation du site web de la BVMT¹² et celui du CMF¹³ nous a permis de cueillir certaines données nécessaires à la mise en œuvre de la présente recherche (liste des sociétés cotées, certains bilans et états des soldes intermédiaires de gestion comparatifs, les états financiers provisoires et intégraux de l'exercice 2004¹⁴, ...). Nous sommes dirigés, ensuite, vers la BVMT pour pouvoir compléter notre base de données (les états financiers manquants). Toutefois, il est à noter que tous les états financiers recueillis n'incluent ni les états de flux de trésorerie, ni les notes aux états financiers de nos entreprises. Ceci nous a poussé à s'adresser au CMF afin de récupérer auprès de cet établissement l'ensemble des états de flux de trésorerie, des notes aux états financiers et des prospectus d'introduction des sociétés cotées ; par le biais d'un dépouillement direct de ses archives.

4- RESULTATS EMPIRIQUES

Pour estimer les accruals discrétionnaires des entreprises introduites, nous appliquons sur notre échantillon d'estimation les modèles de Jones, de Jones flux de trésorerie ainsi que le modèle de la marge afin de dégager celui qui explique le mieux les accruals des entreprises constituant notre échantillon (section 1). Ensuite, nous utilisons les coefficients estimés du modèle sélectionné afin de soustraire les accruals discrétionnaires des entreprises nouvellement introduites en bourse pour vérifier, enfin, nos hypothèses de recherche (section2).

4.1- Sélection du modèle d'estimation

4.1.1- Estimation du modèle de Jones

Nous avons estimé les accruals discrétionnaires par le modèle de Jones pour les trois secteurs d'activité (industrie, commerce et service). La qualité de l'ajustement du modèle estimé reflétée par R^2 pour chaque secteur d'activité est relativement faible, voir moyenne. Les différents paramètres estimés sont représentés dans le tableau ci-dessous.

¹² www.bvmt.com.tn

¹³ www.cmf.org.tn

¹⁴ Ces états financiers sont obtenus suite à une récente actualisation du site web de la BVMT.

Tableau 4.1- Résultats d'estimation des paramètres par le modèle de Jones

<i>Variable</i>	<i>Coeff</i>	<i>Std Error</i>	<i>T-Stat</i>	<i>Signif</i>
Industrie				
1. CTA	0.045	0.0291	1.5391	0.1287829
2. VCA	0.23	0.0594	3.8694	0.0002614
3. IMMO	-0.086	0.0300	-2.8894	0.0052864
R ²	0.329			
\overline{R}^2	0.307			
Commerce				
1. CTA	-0.048	0.0296	-1.6436	0.1151357
2. VCA	-0.113	0.0769	-1.4704	0.1562700
3. IMMO	-0.015	0.0313	-0.4898	0.6293050
R ²	0.094			
\overline{R}^2	0.008			
Service				
1. CTA	0.027	0.5279	0.5275	0.6033248
2. VCA	0.610	0.1947	3.1354	0.0049976
3. IMMO	-0.108	0.0612	-1.7735	0.0906460
R ²	0.386			
\overline{R}^2	0.328			

A la lueur du tableau, nous pouvons avancer les constats suivants relatifs à chaque secteur d'activité. Tout d'abord, les coefficients estimés sont significatifs et présentent les signes attendus, sauf pour le secteur commercial. En effet, pour les deux secteurs, industrie et service, le signe du coefficient relatif à la variation du chiffre d'affaires (VCA) est positif. Ceci s'explique par le fait qu'une augmentation du chiffre d'affaire entraîne des ajustements comptables globalement positifs¹⁵ dus à une variation positive du BFR. En outre, le coefficient rattaché à la variable immobilisation (IMMO) est de signe négatif du fait des ajustements négatifs dus à l'amortissement. Cependant les termes constants des deux régressions ne sont pas significatifs. Nous pensons qu'il existe des ajustements comptables normaux dus à la variation des conditions économiques et qui ne sont pas captés par les deux variables économiques VCA et IMMO. Il peut s'agir, dans notre cas, de la variation importante des cash-flows d'exploitation et de la variation au niveau des modes de financement entre les entreprises.

Pour le secteur commercial, la qualité de l'estimation est très faible. En effet, le R² est de 0.09 et les coefficients estimés des variables 'IMMO' et 'VCA' sont non significatifs. Ceci peut être dû à la faiblesse de notre échantillon et à la différence entre les entreprises au niveau de la performance financière, la structure de l'actif et les conditions économiques dans lesquelles ils opèrent.

Eu égard à ces résultats, nous pouvons affirmer que le modèle de Jones ne nous permet pas de dégager des estimations assez fiables des accruals discrétionnaires pour les trois secteurs d'activité de notre échantillon et surtout pour le secteur commercial¹⁶.

4.1.2- Estimation du modèle de Jones flux de trésorerie

L'introduction de la variable CFO comme variable explicative dans le modèle de Jones a rehaussé la qualité globale de l'estimation (tableau 3.2). En effet, le R² a augmenté

¹⁵ : Sauf dans le cas où la variation du crédit fournisseur et des charges à payer (en général tous les ajustements relatifs à l'augmentation des charges variables) due à l'augmentation du chiffre d'affaire compense celle des créances clients, des produits à recevoir et des stocks. Autrement dit, une variation positive du chiffre d'affaire entraîne une variation négative du BFR et par suite une variation négative des accruals normaux.

¹⁶ : nous avons refait les estimations par le modèle de Jones modifié et les résultats ont été moins bonnes.

considérablement pour chaque secteur d'activité. Il atteint 0.70, 0.60 et 0.74 respectivement pour l'industrie, le commerce et le service. Ces résultats sont en harmonie avec la littérature. Par exemple, Jeter et Shivakumar (1999) ont trouvé un R^2 de l'ordre de 0.68 lors de l'estimation des accruals discrétionnaires par le modèle de Jones flux de trésorerie contre un R^2 de l'ordre de 0.39 par le modèle de Jones.

Le coefficient estimé de la variable CFO se confirme négatif (-0.67, -0.82 et -0.93) et très significatif quelque soit le niveau de risque (0.000) pour tous les secteurs d'activité. Ce résultat confirme la thèse avancée par Dechow (1994) et corrobore les résultats des travaux antérieurs tels que Rees et al (1996) et Kunimura et al (1999). Ces trois auteurs ont trouvé respectivement les coefficients suivants : -0.55, -0.46 et -0.96.

Tableau 4.2- Résultats d'estimation des paramètres par le modèle de Jones flux de trésorerie

<i>Variable</i>	<i>Coeff</i>	<i>Std Error</i>	<i>T-Stat</i>	<i>Signif</i>
Industrie				
1. CTA	0.052	0.0193	2.68721	0.0092377
2. VCA	0.184	0.0397	4.63176	0.0000190
3. IMMO	-0.014	0.0214	1.30115	0.5090556
4. CFO	-0.678	0.0751	-9.01624	0.0000000
R^2	0.709			
\bar{R}^2	0.695			
Commerce				
1. CTA	0.028	0.0252	1.12140	0.2754014
2. VCA	0.010	0.0576	0.17676	0.8614714
3. IMMO	-0.005	0.0216	-0.24966	0.8053940
4. CFO	-0.751	0.1483	-5.06214	0.0000595
R^2	0.603			
\bar{R}^2	0.543			
Service				
1. CTA	0.091	0.0370	2.44733	0.02375129
2. VCA	0.548	0.1297	4.22455	0.00041614
3. IMMO	-0.117	0.0407	-2.87635	0.00933342
4. CFO	-0.596	0.1134	-5.25912	0.00003800
R^2	0.742			
\bar{R}^2	0.704			

L'analyse par secteur d'activité fait ressortir les constats suivants :

- ✓ Pour le secteur du service tous les estimateurs présentent des signes attendus et significatifs.
- ✓ Pour le secteur industriel, le coefficient relatif à la variation du chiffre d'affaires estimé est significatif quelque soit le niveau du risque (0.000) et présente un signe positif conformément à la littérature. Cependant, le coefficient estimé de la variable immobilisation, qui a été très significatif dans l'estimation précédente utilisant le modèle de Jones, perd sa significativité. Ceci n'est pas conforme avec la majorité des travaux utilisant les modèles incorporant cette variable explicative. Néanmoins, ce résultat confirme, en quelque sorte, celui trouvé par Jeter et Shivakumar (1999). Ces derniers ont constaté que l'incorporation des flux de trésorerie d'exploitation comme variable explicative dans le modèle de Jones a rendu la variable immobilisation (IMMO) non significative.
- ✓ Les estimateurs obtenus pour le cas du secteur commercial sont tous non significatifs sauf le coefficient inhérent à la variable 'CFO'. Ceci peut être dû, comme nous l'avons signalé précédemment, à la taille réduite de l'échantillon du secteur commercial et à l'hétérogénéité des conditions économiques dans lesquelles les entreprises opèrent. En effet, nous avons remarqué que deux des quatre entreprises constituant l'échantillon réalisent leurs ventes au comptant alors qu'elles effectuent leurs achats à crédit. Ainsi,

une augmentation du chiffre d'affaires de ces entreprises n'a pratiquement aucun effet sur les créances clients. Par contre, elle entraîne une augmentation du crédit fournisseur et de tous les comptes de régularisation relatifs aux charges variables d'exploitation non payées au comptant. Ceux-ci constituent des ajustements négatifs sur le bénéfice par rapport aux cash-flows d'exploitation et contribuent à la diminution du total accruals. D'où l'existence d'une relation négative entre la variation du chiffre d'affaires et le total accruals dans ces entreprises. Ceci peut expliquer, en grande partie, le signe négatif du coefficient de la variable VCA estimé dans le modèle de Jones et sa non significativité dans l'estimation par le modèle de Jones flux de trésorerie.

En guise de conclusion, l'application du modèle de Jones flux de trésorerie à notre échantillon composé des trois secteurs, industriel, commercial et de service, montre que ce modèle est très bien adapté au secteur du service et aussi, mais dans une moindre mesure, pour le secteur industriel. En fait, ce résultat nous n'a pas surpris car nous avons remarqué dans notre échantillon qu'il y a une grande variation des cash-flows d'exploitation par rapport aux ventes entre les entreprises et d'une année à une autre pour une même entreprise. Or les études de Rees et al (1996), Shivakumar (1996) et Jeter et Shivakumar (1999) ont montré que l'extension des modèles de Jones et de Jones modifié par incorporation des flux de trésorerie d'exploitation a augmenté leur capacité explicative des accruals et leur performance au niveau de la détection de la gestion du résultat dans ces conditions. Enfin, nous écartons le secteur commercial de notre analyse du fait des problèmes sus indiqués et de l'impossibilité, dans le cas de notre échantillon, de subdiviser le secteur commercial en deux groupes d'entreprises homogènes. En effet, une telle subdivision a pour conséquence de réduire le nombre des observations à un niveau très faible ce qui peut mettre en cause la fiabilité des résultats.

Après avoir utilisé les deux modèles de Jones et de Jones flux de trésorerie largement développés dans la littérature, nous allons appliquer sur notre échantillon d'estimation le modèle de la marge développé par Peasnell et al (2000) et qui a montré sa supériorité au niveau de la détection des manipulations par les charges.

4.1.3- Estimation par le modèle de la marge

Nous avons estimé les accruals discrétionnaires par le modèle de la marge pour les deux secteurs d'activité (industrie et service). La qualité de l'ajustement du modèle estimé reflétée par R^2 pour chaque secteur d'activité est acceptable en comparaison avec d'autres travaux qui ont été avancés dans la littérature (voir à titre d'exemple Peasnell et al, 2000).

Tableau 4.3- Résultats d'estimation des paramètres par le modèle de la marge

<i>Variable</i>	<i>Coeff</i>	<i>Std Error</i>	<i>T-Stat</i>	<i>Signif</i>
Industrie				
1. CTA	-0.011	0.0359	-0.3234	0.7474574
2. CA	0.702	0.1253	5.6051	0.0000005
3. IMMO	-0.067	0.0269	-2.5163	0.0144599
4. CAcash	-0.673	0.1340	-5.0246	0.0000045
R^2	0.485			
\bar{R}^2	0.460			
Service				
1. CTA	-0.088	0.0437	-2.0329	0.0555456
2. CA	0.736	0.2189	3.3646	0.0030825
3. IMMO	-0.040	0.0465	-0.8619	0.3989572
4. CAcash	-0.612	0.2496	-2.4515	0.0235418
R^2	0.702			
\bar{R}^2	0.656			

Les coefficients estimés (sauf celui de la variable IMMO au niveau du secteur de service) sont significatifs et de signes attendus. Conformément aux prédictions de Peasnell et al (2000) et aux résultats de leur étude, le coefficient de la variable chiffre d'affaires (CA) est positif (il est de l'ordre de 0.70 et 0.73 respectivement pour le secteur industriel et le secteur du service) et le coefficient de la variable chiffre d'affaire cash (CAcash) est négatif (-0.67 et -0.61 respectivement pour le secteur industriel et le secteur commercial). Comme il a été signalé par Peasnell et al (2000) ces deux coefficients sont proches en valeur absolue.

Selon Peasnell et al (2000) les coefficients estimés des variables chiffres d'affaires et chiffre d'affaires cash reflètent respectivement la marge brute réalisée sur les ventes et « la marge brute sur les cash ». Dans le cadre de l'étude de Peasnell et al (2000) les résultats montrent que la valeur estimée de ces coefficients, en valeur absolue, varie entre 0.261 et 0.552. Les résultats de notre estimation révèlent des coefficients relativement supérieurs à ceux trouvés par Peasnell et al (2000). Nous pensons que ces coefficients reflètent plus dans notre cas la marge sur coût variable que la marge brute. Afin de comprendre l'origine de cette différence, nous présentons la démarche suivie par Peasnell et al (2000) pour concevoir leur modèle :

$$\Delta \text{ stocks} = \text{achats} - \text{coût de production des produits finis vendus} \quad (1)$$

$$\Delta \text{ créances} = \text{revenus des ventes} - \text{encaissements reçus des clients} - \text{mauvaises créances} \quad (2)$$

$$\Delta \text{ crédits} = \text{achats} - \text{décaissements pour les fournisseurs} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{ BFR} &= (\Delta \text{ stocks} + \Delta \text{ créances}) - \Delta \text{ crédits} + \text{autres} \\ &= (\text{revenus des ventes} - \text{coûts de production des produits vendus} - \text{mauvaises créances}) \\ &\quad + (\text{décaissement fournisseurs} - \text{encaissement clients}) + \text{autres} \end{aligned} \quad (4)$$

$$= S_m * \text{revenus des ventes} - C_m * \text{chiffre d'affaires cash}$$

Avec : S_m : la marge brute sur les ventes

C_m : la marge brute sur les encaissements

Nous pensons que la majorité des entreprises étudiées ne présentent pas une comptabilité analytique de gestion assez évoluée pour bien répartir les charges fixes imputables aux produits. En effet, l'examen des états financiers de ces entreprises montre que la majorité d'entre elles présentent leurs états de résultats selon le modèle autorisé¹⁷ et non selon le modèle de référence¹⁸. Il est à signaler que le législateur tunisien a autorisé la présentation des états financiers selon le premier modèle pour le cas des entreprises qui ne tiennent pas une comptabilité analytique de gestion assez efficace.

En conséquence, les stocks de produits finis ne sont pas présentés au bilan à leur coût de production réel mais à leur coût variable facilement imputable ou à un coût de production dont les charges fixes ne sont pas imputées selon la méthode d'imputation rationnelle. Face à cette variété au niveau de l'incorporation des charges fixes dans le coût de production, il est probable que les coefficients des variables chiffre d'affaires et chiffre d'affaires cash ne captent pas l'effet des charges fixes. Ces derniers sont captés, surtout par le terme constant de la régression. Ceci peut être à l'origine de la non significativité de la constante au niveau du secteur industriel.

¹⁷ Selon la norme comptable générale n°1 du système comptable des entreprises, § 51, la méthode autorisée consiste essentiellement à classer les produits et les charges en fonction de leur nature. La présentation selon cette méthode est autorisée pour tenir compte de la culture comptable en vigueur, des spécificités sectorielles et organisationnelles et de la difficulté qu'auraient les petites et moyennes entreprises à appliquer la méthode de référence.

¹⁸ Selon la norme comptable générale n°1 du système comptable des entreprises, § 44-50, cette méthode consiste à présenter les revenus et les charges selon leur provenance ou destination. La classification des charges se fait par rapport à leur destination en tant que coût de ventes, coût de distribution ou coûts administratifs. Dans une entreprise de production, il est nécessaire de disposer d'un système de calcul de coûts. Les frais généraux de production sont affectés selon les clés de répartition les plus pertinentes. Cette affectation est faite selon la méthode dite de l'imputation rationnelle. Si l'entreprise est en sous activité, la quote-part des frais généraux non affectée au coût des ventes est présentée dans les autres charges d'exploitation.

D'un autre côté, Peasnell et al (2000) supposent que l'élément 'autres' de l'équation (4) est orthogonal aux deux autres termes de la dite équation. La non validité de cette hypothèse sur le plan pratique peut être en partie à l'origine de cette différence.

4.2- Résultats d'estimation des accruals discrétionnaires

Après avoir estimé les coefficients des différents modèles, nous allons estimer les accruals discrétionnaires des entreprises constituant notre échantillon par le modèle de Jones flux de trésorerie et le modèle de la marge. Les tableaux 3.4 et 3.5 qui suivent présentent, respectivement, les résultats issus de cette estimation.

Tableau 4.4- Résultats de l'estimation des accruals discrétionnaires selon le modèle de Jones flux de trésorerie (N= 9)

Entreprise	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Moyenne	0,001	0,001	0,002	-0,003	0,020	-0,014
Minimum	-0,045	-0,075	-0,025	-0,075	-0,150	-0,077
Maximum	0,039	0,080	0,034	0,063	0,128	0,044
Ecart type	0,031	0,048	0,020	0,049	0,086	0,041

Tableau 4.5- Résultats de l'estimation des accruals discrétionnaires selon le modèle de la marge (N= 9)

Entreprise	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Moyenne	0,009	0,024	-0,004	0,003	-0,005	-0,027
Minimum	-0,057	-0,081	-0,137	-0,181	-0,072	-0,138
Maximum	0,072	0,174	0,092	0,145	0,097	0,080
Ecart type	0,046	0,096	0,074	0,094	0,060	0,077

Les résultats montrent que les deux modèles utilisés ne détectent pas une gestion du résultat ni avant, ni après l'introduction en bourse. En effet, la moyenne des accruals discrétionnaires est très proche de zéro sur toutes les années étudiées. Elle atteint son pic une année avant l'introduction au niveau du modèle de la marge (0.024) mais avec un écart type très élevé (0.096). Néanmoins, le modèle de Jones flux de trésorerie ne détecte en moyenne, pratiquement, aucune gestion du résultat pour l'année correspondante. Donc, les résultats supportent globalement l'hypothèse nulle de l'absence de la gestion des résultats sur les deux périodes étudiées (une année avant l'introduction et l'année d'introduction).

Cependant, Charrak, Sahut et Rajhi (2004) montrent que les entreprises publiques tunisiennes introduites en bourse pendant la période ayant suivi la promulgation de la loi 117-94¹⁹, adoptent une sous-évaluation importante²⁰ afin de signaler aux investisseurs la possibilité de réalisation de gains importants en participant à l'offre. Les

¹⁹ Cette loi a été promulguée en Novembre 1994 visant la réorganisation et la dynamisation du marché financier tunisien.

²⁰ Charrak et al (2004) montrent que la sous-évaluation des entreprises publiques introduites en 1995 atteint en moyenne 57,17% contre 17% pour la totalité de leur échantillon.

auteurs expliquent ce comportement par le fait que l'objectif des pouvoirs publics est d'attirer les investisseurs et de dynamiser le marché financier.

Nous pensons donc que les entreprises publiques et les entreprises introduites par une offre publique de vente portant sur une participation de l'Etat ne sont pas motivées à gérer leurs résultats. En effet, la gestion des résultats avant l'introduction peut constituer une solution pour signaler la rentabilité future des entreprises publiques et attirer par conséquent les investisseurs. Toutefois, une pareille solution présente le risque que les investisseurs perdent leur confiance au marché financier lorsqu'ils s'aperçoivent par la suite que ces perspectives de gains ne sont pas réelles. Or, ceci est contradictoire avec les objectifs des pouvoirs publics.

L'examen des entreprises nouvellement introduites constituant notre échantillon montre que six des neuf introductions étudiées sont des introductions par augmentation de capital d'entreprises publiques ou par cession de participations publiques. En éliminant ces six entreprises de notre échantillon d'étude, les résultats de l'estimation des accruals discrétionnaires se présentent comme suit :

Tableau 4.6- Résultats de l'estimation des accruals discrétionnaires selon le modèle de Jones flux de trésorerie (N=3)

	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Moyenne	<i>-0,004</i>	<i>0,040</i>	<i>0,010</i>	<i>0,014</i>	<i>0,035</i>	<i>-0,057</i>
Minimum	-0,027	0,009	-0,016	-0,027	0,006	-0,077
Maximum	0,019	0,080	0,034	0,063	0,065	-0,038
Ecart type	<i>0,033</i>	<i>0,036</i>	<i>0,025</i>	<i>0,045</i>	<i>0,042</i>	<i>0,027</i>

Tableau 4.7- Résultats de l'estimation des accruals discrétionnaires selon le modèle de la marge (N=3)

	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Moyenne	<i>0,055</i>	<i>0,072</i>	<i>0,051</i>	<i>0,045</i>	<i>0,027</i>	<i>-0,098</i>
Minimum	0,037	0,014	-0,010	-0,041	-0,043	-0,138
Maximum	0,072	0,139	0,092	0,145	0,097	-0,057
Ecart type	<i>0,025</i>	<i>0,063</i>	<i>0,054</i>	<i>0,094</i>	<i>0,099</i>	<i>0,057</i>

Les deux modèles détectent une gestion à la hausse, une année avant l'introduction, pour toutes les entreprises étudiées. En utilisant le modèle de Jones flux de trésorerie, les accruals discrétionnaires estimés sont en moyenne de 4% du total de l'actif avec un écart type de 3.6%. Elle est estimée à 7.2% par le modèle de la marge avec un écart type de 6.3%. Les résultats confirment donc la première hypothèse dans le cas des entreprises tunisiennes privées. En effet, ces dernières gèrent leurs résultats à la hausse une année avant l'introduction afin de signaler leur rentabilité dans le but d'augmenter leurs valeurs et par conséquent les gains de l'offre.

Les deux modèles détectent des accruals discrétionnaires, en moyenne positifs, pendant l'année d'introduction et les deux années qui suivent. Ceci semble confirmer la thèse avancée par Teoh et al (1998) indiquant que les entreprises ayant géré leurs résultats avant l'introduction continuent à le faire pour camoufler l'effet réversible des ajustements discrétionnaires et atteindre les prévisions optimistes effectuées avant l'introduction. Néanmoins, il est à remarquer que l'écart type des accruals discrétionnaires est très important par rapport à leur moyenne pendant les années 't', 't+1' et 't+2'. En effet, certaines entreprises commencent à afficher des accruals

discrétionnaires négatifs pendant les périodes précitées. Au niveau de l'exercice 't+3', toutes les entreprises présentent des accruals discrétionnaires négatifs, tels qu'estimés par les deux modèles. Ceci est dû à l'effet réversible des ajustements comptables effectués une année avant l'introduction et, témoigne de ce fait que les entreprises ne peuvent pas emprunter indéfiniment des gains futurs pour augmenter leurs gains actuels (Teoh et al, 1998).

Par ailleurs, malgré la similitude de la tendance des accruals discrétionnaires estimés par les deux modèles (de Jones flux de trésorerie et de la marge), il est à noter qu'il existe une différence relativement importante au niveau de l'ampleur de la gestion du résultat détectée par chacun des deux modèles. Ceci peut être dû à la nature de la gestion des résultats pratiquée par les entreprises. En effet, le modèle de Jones flux de trésorerie constituant une extension de celui de Jones (1991) détecte mieux la gestion par les produits ; alors que le modèle de la marge est plus puissant au niveau de la détection de la gestion par les charges (Peasnell et al, 2000 ; Jeanjean, 2002). Dans le cadre de la présente étude, le modèle de la marge a pu détecter une gestion du résultat plus importante que celle détectée par le modèle de Jones flux de trésorerie. Ceci pourrait être interprété, sous réserve des biais que peut engendrer l'estimation par le modèle de la marge, par le fait que la gestion du résultat s'effectue principalement par une gestion des charges. Ces considérations peuvent être expliquées par le fait que la manipulation des charges est plus facile²¹ et difficilement détectable au niveau des entreprises industrielles. D'autre part, la variation très importante au niveau des cash-flows d'exploitation et des conditions environnementales des entreprises étudiées peut contribuer aux différences enregistrées lors de l'estimation des accruals discrétionnaires, dans la mesure où l'un des deux modèles d'étude soit affecté par les dits changements, malgré que certains auteurs considèrent que les modèles de Jones flux de trésorerie (Dechow, 1994 ; Rees et al, 1996 ; Jeter et Shivakumar, 1999) et de la marge (Peasnell et al, 2000) sont plus aptes à capturer l'ampleur des accruals normaux que celui de Jones (1991), notamment dans de telles conditions.

5- CONCLUSION

Cette étude examine l'impact éventuel de l'introduction en bourse sur la gestion du résultat telle qu'appréhendée par les ajustements comptables discrétionnaires. Les résultats obtenus à partir de nos données de panels révèlent une quasi-absence de la gestion du résultat durant toute la période étudiée. Plus précisément, aucune gestion du résultat économiquement significative, en moyenne, n'a pu être relevée une année avant et l'année d'introduction en bourse.

Les résultats d'une analyse additionnelle, exclusion faite des introductions des entreprises publiques et des introductions par cession de parts publiques, affichent des accruals discrétionnaires positifs chez les entreprises tunisiennes privées une année avant leur introduction. Ceci soutient les propos de notre première hypothèse de recherche et confirme les résultats obtenus par Aharoni et al (1993) et Friedland (1994). Ces propos témoignent que les entreprises tunisiennes privées nouvellement introduites, tout en profitant d'une asymétrie informationnelle, gèrent leurs résultats à la hausse une année avant leur introduction afin de signaler aux investisseurs potentiels une meilleure performance, maximiser la valeur de leurs entités et augmenter ainsi les gains de l'offre.

En plus, les deux modèles d'estimation des accruals discrétionnaires utilisés dans cette étude (Jones flux de trésorerie et la marge) ont pu détecter une gestion des résultats moyennement positive l'année d'introduction en bourse pour les entreprises tunisiennes privées étudiées, mais, avec un écart type très important. Ceci confirme l'avancée de Teoh et al (1998) et plaide en faveur de l'intention de certains de ces entités économiques à camoufler l'effet réversible des

²¹ Surtout au niveau de l'évaluation des stocks et de la détermination du degré d'avancement des produits en cours.

accruals discrétionnaires précédents et à atteindre les prévisions optimistes qu'elles ont effectuées avant leur introduction. La troisième année suivant l'opération d'offre initiale est marquée pour toutes les entreprises étudiées par une gestion des résultats à la baisse témoignant ainsi de l'impossibilité de ces entités à emprunter indéfiniment des gains futurs pour augmenter leurs gains actuels (effet réversible de la gestion du résultat).

Nos résultats doivent être interprétés avec prudence du fait de la taille très réduite de notre échantillon d'estimation par rapport aux études semblables. En plus, nous signalons l'existence de certaines erreurs de présentation dans les états financiers des entreprises étudiées qui peuvent ne pas émaner d'une intention opportuniste à gérer les résultats, mais plutôt d'un manque de maîtrise du nouveau système comptable tunisien. Enfin, il est à noter que nos résultats doivent s'interpréter d'une façon prudente notamment face à une importante variabilité des conditions économiques dont font face les entreprises tunisiennes objet de la présente étude ; même si nous avons adopté deux différents modèles d'estimation des accruals reconnus par leur performance à détecter une gestion potentielle des résultats dans ces conditions particulières.

La reproduction de cette étude dans quelques années semble être souhaitable pour pallier aux différents problèmes que nous avons dû rencontrer, notamment suite à l'effort considérable déployé par le législateur tunisien (allègement prévu des conditions d'admission à la cote) en vue d'accroître le nombre des entreprises tunisiennes introduites en bourse, et les efforts du CMF à assurer une amélioration nette de la qualité de l'information financière émise sur le marché depuis l'année 2003. Des travaux de recherches futurs paraissent aussi envisageables pour étudier non seulement le comportement des entreprises nouvellement introduites, mais aussi celui des différents intervenants sur le marché, notamment celui de l'investisseur tunisien, dans ce même contexte, en vue d'orienter les réformes relatives à la réglementation du marché financier tunisien et les règles de la gouvernance des entreprises tunisiennes.

Références bibliographiques

- Aharony J.C., Lin J. et Loeb M.P. (1993) 'Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Management', *Contemporary Accounting Research*, 10(1), pp. 61-81.
- Ball R., Kothari S.P. et Robin A. (2000) 'The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp. 1-51.
- Barry C., Muscarella C.J., Peavy III J.W. et Vetsuypens M. R. (1990) 'The role of venture capital in the creation of public companies', *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 447-47.
- Carpentier C. et Suret J. (2004) 'Les manipulations comptables lors des émissions initiales au Canada', Université Laval, <http://www.fsa.ulaval.ca/suretjm/index.htm>.
- Cherrak J., Sahut J.M et Rajhi T. (2004) 'Efficience du marché des offres publiques initiales tunisiennes', *Working Paper*.
- Clarkson P., Richardson A. et Sefcik. (1992) 'The voluntary Inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses', *Contemporary Accounting Research*, pp.601-626.
- Darrrough M. et Rangan S. (2005) 'Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?' *Journal of Accounting Research*, 43, pp. 1-33.
- Dechow P. (1994) 'Accounting earnings and cash-flows as measures of firm performance', *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), pp. 3-42.
- Dechow P. et Skinner D. (2000), 'Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators', *Accounting Horizons*, 14(2), pp. 235-250.
- Dechow P., Sloan R. et Sweeney A. (1995) 'Detecting earnings management', *The Accounting Review*, 70(2), pp. 193-225.

- Fan Q. (2003) 'Earnings management and ownership retention for initial public offering firms: Theory and evidence', *Working Paper*, Graduate School of Business.
- Jeter D. et Shivakumar L. (1999) 'Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: effectiveness in detecting event-specific earnings management', *Accounting and Business Research*, 29(4), pp. 299-319.
- Jeanjean T. (2002) 'Gestion de résultat et gouvernement d'entreprise: étude des déterminants et formulation d'un modèle de mesure', Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, CEREG.
- Jones J. (1991) 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193-228.
- Kim M. et Ritter J.R. (1999) 'Valuing IPOs', *Journal of Financial Economics*, 53(3), pp. 409-437.
- Kunimura M., Gomez X. et Okumura M. (1999) 'Discretionary accrual models and the accounting process', <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cmf/000209300.pdf?abstractid=209073>.
- Leland H. et Pyle D. (1977) 'Information Asymmetric, financial structure and financial intermediation', *Journal of Finance*, pp.371-387.
- Leuz C., Nanda D. et Wysocki P. (2003) 'Earnings management and investor protection: an international comparison', *Journal of Financial Economics*, 69, pp.505-527.
- Morsfield S. G., Tan C. (2006) 'Do Venture Capitalists Influence the Decision to Manage Earnings in Initial Public Offerings?', *The Accounting Review*, 81(5), pp. 1119-1150.
- Peasnell K., Pope P. et Young S. (2000) 'Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models', *Accounting and Business Research*, 30(4), pp. 313-326.
- Pontbriand J.F. et Breton G. (1999) 'Account Manipulation in an IPO context', document de travail, UQAM, centre de recherche en gestion.
- Rangan S. (1998) 'Earnings around Seasoned Equity Offerings: Are They Overstated?', document de travail, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=7319.
- Rees L., Gill S. et Gore R. (1996), 'An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals', *Journal of Accounting Research*, 34, supplement, pp.157-169.
- Roosenboom P., Goot T. et Mertens G. (2003) 'Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands', *The International Journal of Accounting*, 38, pp.243-266.
- Shivakumar L. (1996), 'Estimating abnormal accruals for detection earnings management', http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cmf?abstract_id=2593.
- Système Comptable des Entreprises (1997), *Imprimerie Officielle de la République Tunisienne*.
- Teoh S.H., Welch I. et Wong T.J. (1998) 'Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings', *Journal of Finance*, 53(6), pp. 1935-1974.
- Teoh S.H. et Wong T.J. (2002) 'Why New Issues and High-accrual Firms Underperform: The Role of Analysts' Credulity', *Review of Financial Studies*, 15, pp. 869-900.
- Tremblay D., Cormier D. et Magnan, M. (1994), 'Théories et modèles comptables : développement et perspectives', *Presses de l'Université du Québec*.